

《論 説》

「通貨問題」の重層化と日本の政策課題

——「通貨政策」（とくに対外面）の構築に向けて——

建 部 和 弘

はじめに

このところ日本では、不況問題または景気回復の下振れ・腰折れ問題のために0または1%台の経済成長が3年から4年にまで及んでいる事態に対して、諸方面から多くの問題点の指摘と処方箋の提示が行われてきた。それらは大別すると、(a)財政・金融の「too little, too late 問題」とそれに対する思い切った内需刺激策、(b)制度・行政に関わる行き過ぎた経済的規制とそれに対する踏み込んだ緩和策、(c)それらに関連したソフト分野など新産業の育成のための構造政策（財政支出構造の見直し・教育など画一的「追いつけ」型の変更等を含む）、および(d)不良債権の重圧による金融システムの機能不全問題とそれに対する根本的処理策とに要約できるだろう<sup>(1)</sup>。このうち、(a)は短期的対策、(b)と(c)と(d)は中長期対策である。(a)については、数次にわたる

---

(1) 最近の文献としては、たとえば、鈴木淑夫『円デフレとドルインフレ』東洋経済新報社、1995。大場智満『二つの空洞化を超えて』NHK出版、1995。野口悠紀雄『1940年体制』東洋経済新報社、1995。などがある。宮崎義一『複合不況』（中公新書、1992.）の刊行以来、論者の多くは、二つ以上の問題点の指摘と処方箋の提示を行う傾向にある。これは日本経済の混迷ぶりを反映しているものとみられる。

「未曾有」の対策にもかかわらず、その効果はあまり芳しくない。(b)と(c)と(d)については、ようやく日本型の漸進的行動を開始したばかりであって、不況からの脱却に対して即効性はとても望めそうにない。

筆者は、不況問題についてすでに「国際不調整」問題に着目した若干の拙論を提示したが<sup>(2)</sup>、処方箋については十分には論じていなかった。本稿では、(e)「国際不調整不況」問題に焦点をあてて、それに対する政策上の課題を考察する。対外（経常）不均衡との関連でいえば、内外環境の変化と既成の産業技術体系のもとで従来型の短期的政策をいくら実施しても (a), 「バブル景気」の再来にでもならない限りは十分な調整効果（経常黒字減らし）に結びつかなくなっている<sup>(3)</sup>。またかりに規制緩和が進んでも (b), 金融システムの機能回復が行われても (d), 対外黒字の削減に与える効果がどの程度のものになるか、あまり十分には期待できないとすれば、前稿で筆者が論じた(c)を含む産業論的アプローチ（既存の過大分野の調整を伴う設備投資の回復問題）が基本的な課題になるだろう。しかしながら、その課題も「なんらかの事情」のために困難な状況におかれているとするならば、この「事情」に関わる問題を検討する必要に迫られるだろう。この「事情」については考慮すべき多くの問題があるが、ここでは筆者は、その重要な一つを「通貨問題」（とくに対外面）とそれに基づく日本経済のマクロ・ミクロ両面における「不確実性」の増大として捉えようとするものである。

---

(2) 拙稿「国際金融・経済の変化と不況問題——『国際不調整不況』を中心として——」『岡山大学経済学会雑誌』第26巻第3・4号, 1995. 3. 参照。

(3) 近年の傾向として、金融政策論が盛んであるが、その視野は狭過ぎるように思われる。為替政策論や国際通貨論などと並行して個別的に論点を明確化する上では有用ではあるが、「オープン・フロート・ドル体制」のもとで相互依存を強める一方の現実をみると、筆者には、個別概念的アプローチには大きな限界があるのではないかという疑念を拭えない。とくに日本の不況問題の議論では、それが顕著である。岩田規久男『金融政策の経済学』日本経済新聞社, 1993. や翁邦雄『金融政策』東洋経済新報社, 1993. をはじめ、多くの論者にみられる特徴のように思われる。

以下では、まず最初に「通貨問題」について論点を整理する。ついで「通貨問題」の過程について主要な問題を述べる。その上で、どのような「政策」が考えられるかを検討する。最後に、むすびとして、「オープン・フロート・ドル体制」の現状についてどのような論点が浮上するか若干の言及を行う。要約すると、1980年代後半以降に「通貨問題」が、本来の「物価上昇」問題から多様化して急激な「異常円高」問題と「資産インフレ」問題へ、さらには「資産デフレ」問題と「超円高」問題および「円国際化」問題へと重層化し、通貨当局の対応をきわめて困難なものにしたこと、それに対して一般的には「通貨問題」を個別的にしか捉えられず対応もアドホック的なものに止まっていたこと、そうして今後は重層化した「通貨問題」を総合的に認識して「通貨政策」（とくに対外面）を早急に構築すべきこと、以上が筆者の結論である。

## 1 「通貨問題」について

### (1) 「通貨問題」とはなにか

「通貨問題」とはなにか。第1は、国内通貨価値の安定問題（①）であり、裏返していえば、物価の安定問題である。最近では、新たに資産価格の安定問題（③）もある。第2は、対外通貨価値の安定問題（②）であり、変動相場（「フロート」）のもとでは為替相場の安定または相場変動の「行き過ぎ」の防止である。第3は、それとの関連で生じる国際取引（経常・資本）とバランスの安定問題であり、自由化（「オープン」）のもとでは取引変動とインバランス（不均衡）の「行き過ぎ」の抑制である<sup>(4)</sup>。そうして第4は、若干の特定国において生じる通貨の国際化の問題（④）である。1980年代までは、自らの「失点」（アメリカ）と他国の「得点」（ドイツと日本）のもとで傾向的な侵食を受けてきた基軸通貨（「ドル」＝⑤）が、なおもその最有力な地位を維持してきたが、1990年代なかばの今日において、ヨーロッパではマルクの基軸通貨化によって、アジアでは（いまだ微弱ながら）円の国際化の

進展によって、この第4の「通貨問題」がつけ加わったのである。

問題は、これらの組み合わせのなかで、すなわち国内問題を別とすると、「オープン・フロート・ドル体制」のダイナミックな変化のなかで<sup>(5)</sup>、日本ではこの「通貨問題」が「超円高」というかたちで現われているところにある。第1の問題に追加した資産価格の安定問題（バブルの膨脹と崩壊）もまた1980年代後半期の急激な「異常円高」との関連で起きたことに留意する必要がある。政策協調のもとで円高の抑制と引き換えにした「超低金利」がバブルの膨脹の原因の一つであったことは、ここで詳論の必要もないだろう。また政策協調そのものが市場から信頼されなくなった1990年代では、デリバティブの急成長とともに、第3の問題（「オープン」化）が一段と大きな影響力をみせ、「円高」の行き過ぎを助長している。そうして並行して登場しつつある第4の円国際化は、これもさしあたりアジア諸国の外貨準備のドルから円への乗り換えのかたちで、「円高」促進要因として作用している。こうして、いずれも「通貨問題」は「円高」加速として集中的に現われることとなった。

これらの「通貨問題」関連の諸要素に対して、日本経済が大国化と国際化、成熟化、および市場化の度合を強めるなかで、それらは避けて通ることのできないもので、そこから生じる為替相場への影響は対処不可能だ、というのが大方の見方のようなのである<sup>(6)</sup>。したがって、現段階における日本の議論

(4) この第3の点は、「オープン化」と「円国際化」が進む状況下では、事実上用いることはきわめて困難である。ここでは後述(2(2)と3(2)②)の「ドル問題」との関連では、「通貨政策」の構築に関わる重要なポイントになると考え、取り上げておいた。なおヴォラタイルな資金移動の抑制策としては、トービン・タックス案がある。J. Tobin, "A Proposal for International Monetary Reform," *Eastern Economic Journal*, No. 4, July/October 1978. 参照。

(5) 国際通貨システムを表現する用語としては、「変動相場制」か「ドル本位制」かが一般的であるが、筆者は理論と現実とのギャップに注目して、より現実的な意味をもつと思われるこの用語を多く用いている。その理由は、本稿の展開からも明らかとなるであろう。

の主流は、「超円高」をもたらしている国内のいびつなファンダメンタルズ（国際的水準からみて極度に強い製造業と極度に弱い非製造業）の構造を是正しなければ、日本経済の「悪循環」からの脱却は困難だとして、規制緩和を声高に叫ぶ事態になっている<sup>(7)</sup>。筆者もまた、無条件とまではいかないにしても、同様の考え方をもっており、多少ともそれに関連した見解は表明済みである。

しかし以上の事態のもとで円の国際化論が勢いを増すにつれて、改めて考えるべき論点が登場したのではないと思われる。とりわけ、日本の不況がその長期化や深刻化として一段と問題化するに至っては、従来のような「対処不可能」のままではすまされまいだろう。単に日本だけではなく、G7等のマクロ経済安定問題の観点からも、1994年のブレトン・ウッズ50周年にあたって、多くの通貨関係者（とくに元通貨当局者）を中心に、為替相場の不安定問題について強い懸念が表明されたところである<sup>(8)</sup>。

そこで「通貨問題」について、「超円高」の問題を中心に若干の論点を整理しておこう。

## (2) 「超円高」問題について

「超円高」の意味と当面の影響からはじめよう。まず「超円高」の意味は、日本の先端的主要輸出企業が輸出をしても収益をあげられない水準にま

---

(6) 為替相場の理論とも関わるが、近年ではその決定要因を特定することはまず不可能であるという見方が一般化した。また次第に有力となった国際マクロ・バランス論の観点から、それに見合うかたちで経常収支と資本収支が正負相殺的に一致するように為替相場が決まるとみられている。最近の参考文献としては、通産省通産研究所『通産研究レビュー』第5号、1995. 5.（特集Ⅰ「円高と日本経済」）がある。

(7) たとえば、いわゆる「平岩レポート」が挙げられる。中谷巖・大田弘子『経済改革のビジョン——『平岩レポート』を超えて——』東洋経済新報社、1994. 参照。「平岩レポート」が付録として掲載されている。

(8) しかし通貨当局OBの提言にもかかわらず、通貨当局を担当する現役組はそれに対してまったく耳をかそうとしなかった。

で、円相場が「行き過ぎて」上昇することである。1995年の円高加速は、最強の輸出企業も輸出で収益が出るかどうかというところまで進んだ。具体的には、採算レートとして論じられ<sup>(9)</sup>、1995年のはじめにおいて、平均的には1ドルが110円程度（最強のレベルでは95円程度）とされていたのだが、実際の市場レートが3月16日に90円を突破し、さらに4月19日には80円をも突き抜け、その後は8月はじめの新政策（対外投融資の促進）と新たな国際協調（為替市場への協調介入）の実施まで80円台を維持した。その結果、景気指標は動向指数をはじめとして雇用関連指標まで大きなマイナスの影響を受けることとなった。「超円高」という場合、議論の中心はこの点に収斂するといっていよい。しかしここでは当面のマクロ経済動向を取り上げる場ではない。本稿の課題の一つは、「超円高」問題をもう少し幅広い全体の枠組みのなかで考察することである。

「超円高」が日本経済に対して問うているものはなにか。一つは、日本経済の構造転換問題であり、もう一つは日本産業の空洞化問題である。前者は日本の政治経済システムの「改革」問題に関わり、具体的には法制度の規制緩和問題として多く論じられてきたものである。後者は繰り返される円高が今回の第4次では「超円高」にまで立ち至ったために加速しはじめた、主要企業から中小企業にわたる投資の対外流出（直接投資）の急増である。

これらは、すでに一度1980年代後半期の急激な円高時において、ある程度の議論が行われたものである。「前川リポート」がその有名な事例である。しかしながら、当時は周知の通り、日本経済はすでに「バブル」を生む基盤を強める方向に走り出しており、結局はまともに顧みられないままに終わってしまった。そうして、1993年以降の円高過程において、当時とはまったく異なる（深刻な）内外環境条件のもとで、当時よりも厳しい円高に直面したの

---

(9) 最新の調査によると、主要輸出企業の採算レートは、1ドル＝94.98円（昨夏では110.40円）といわれている。『日本経済新聞』1995. 8. 9. 参照。

である。この点は次節で述べる。

1990年代なかばの今日、「超円高」が意味するものは、形を変えた「外圧」であると考えられる。従来は「通貨」上の対日圧力はドル安とその弊害のかたちでアメリカ経済に跳ね返るのに対して、個別業種の摩擦に関わる対日要求から構造問題協議を経て包括経済協議に至る「外圧」は<sup>(10)</sup>、アメリカにとっての経済的副作用は小さく、それだけアメリカの歴代政府によって多用されるところとなった。しかしそれらによっても日米間の不均衡の縮小にはあまり成果をおさめることができなかった。そうしたなかで、リビジョニストの主張との関連はともかくとして、日本の政治経済システム自体に焦点が向けられはじめた。「通貨」に関する「外圧」は、本来は、内需拡大を求める一手段としての役割を占めていたのだが、伝統的な手法による内需拡大によっては容易に解消しそうにない不均衡問題に対して、改めて日本の政治経済システム自体の「改革」（閉鎖型から開放型へ）を求めるものとして登場してきたとみられる。それが同時に、包括協議における自動車・同部品に関する通商交渉と連動してきたところに<sup>(11)</sup>、政治経済上の内部分裂を強めて一段と「内向き」化せざるをえないアメリカの対外（対日）通貨・通商戦略の現われを読みとるべきであろう。

アメリカのねらいは、直接的な日本の「改革」として、その意図通りに実現するまでには、おそらく遠い道程をたどらざるをえないだろう。その間、「超円高」という「外圧」は、日本経済の危機的な事態には緩和されるにしても、それを除くと、波状的に日本経済に降り懸かる可能性が高いものとみておくべきであろう。

(10) これらの経過については、たとえば大蔵省国際金融局編『大蔵省国際金融局年報』（第16回～第18回）1992～94年版を参照。

(11) WTO（世界貿易機関）への提訴合戦まで行い難航ぶりの末、1995年6月によりやくアメリカ側が数値を掲げた別の文書を別途公表するという「奇妙な」決着となったことは周知の通りである。『朝日新聞』1995. 6. 29. および7. 25. 参照。

日本における直接的な「改革」はあまりにも時間がかかり過ぎるとすれば、それに代わって間接的な「バイパス」が期待されることであろう。それは日本からの対外直接投資の増加とそれによる日本産業の「空洞化」である。最強の輸出企業が新たな収益源泉を求めて海外に設備投資を振り向けるならば、日本国内における最新の技術を装備した設備投資は伸び悩むこととなり、日本の主要輸出財の製造業は、中長期的には「国際競争力」の相対的弱화를招くことになるだろう。もちろん、日本の最終財分野の直接投資は、当分の間日本からの中間財や部品の輸出を増加させ、日本の対外経常黒字の減少はそれだけ遅れることになる。しかし「超円高」は、日本の中間財や部品の輸出業者（おもに中小企業）にとっても、従来のような国内に踏み止まる対応をもちや不可能にさせ、リスクもいとわない海外進出を余儀なくさせている。その間、アメリカとアジアにおいて最終加工製品を中心に「大競争」時代といわせるほどの国際競争力の回復・強化が現実のものとなってきた。

間接的な「バイパス」の形成はまた新たな問題を生み出した。日本からの企業の対外進出が活発化すればするほど、外国企業の対日進出の少なさが目立つようになり、それもまた日本市場の「閉鎖性」の指標とされている。規制緩和は、この面からも重視されるようになっていく。また1980年代後半期に東京市場に進出した海外の銀行・証券等の金融機関が、「バブル」崩壊後の1990年代には次第に本拠を香港やシンガポールに移しはじめている。東京市場では、高地価と高オフィス賃料および高賃金といった高コストに対して、金融ビジネスにおいてそれに見合うか上回るかする高ベネフィットが得られるチャンスが期待薄になったからである。ここにもう一つの「空洞化」が強く懸念される事態となった<sup>(12)</sup>。それに対処する手段として、金融上の規制緩和が重要な課題となっている。

---

(12) 空洞化については、大場智満、前掲書を参照。



こうして、「通貨問題」としての「超円高」が日本経済に対して突きつけた課題は、きわめて重大であるとみななければならない。しかし「通貨問題」としていえば、「超円高」がすべてであるというわけではない。もう一つ「円の国際化」問題がつけ加わる。それが「通貨問題」の位置づけを難しくしているのではあるが、ここでは、1995年の「現象」を踏まえて、「超円高」との関連で若干の論点を提示しておきたい。

「円の国際化」は、国際通貨問題としていえば、多面的に考察されるべき性格のものである<sup>(13)</sup>。そのなかで、1995年の「現象」としてとくに注目される側面は、アジア諸国を中心とする外貨準備資産のドルから円への乗り換えである。これは外国為替市場では、その乗り換え分だけ追加的なドル売り円買いとなり、円相場を押し上げる要因である。日本の「大国化」と「国際化」とが定着した1990年代では、日本への依存を高めた諸国において、こうした公的部門の動きに止まらず、民間部門においても外貨資産の一部を円建てに置き換える動きが出てくる可能性は高いものと思われる。とくに日本とアジアとの関係が、經常取引面と資本取引面の双方で急速に拡大・深化しつつある現代ではそうである。もっとも、長年の間、アメリカとその通貨＝ドルとの関係が深く、政治的にも経済的にも保持してきた対米依存がそれほど劇的に変わることがないとするれば、ドルから円へのシフトも、一時的に限られた範囲かに限定されることになるかもしれない。しかしながら、1980年代

---

(13) 円の国際化については、文献が相次いで著わされているが、ここでは英書として、C. H. Kwan, *Economic Interdependence in the Asia-Pacific Region*, Routledge, 1992. (Ch.9) を、和書として、山本栄治『「ドル本位制」下のマルクと円——3極通貨体制の構造——』日本経済評論社、1994. (第5章) を挙げておく。なお最新の動向を知る手掛りとしては、国枝康雄「円の国際化の進展状況——日米円ドル委員会から10年——」『東銀週報』1995. 5. 4. がある。この点に関わるアメリカ側の見方の代表的な一つは、J. A. Frankel, "Still the Lingua Franca—The Exaggerated Death of the Dollar—", *Foreign Affairs*, July/August 1995, pp. 9-16. である。大方の見方では、EUにおけるドイツ・マルクの国際通貨化と比べて、アジアにおける円の国際通貨化には超えがたい諸問題が存在しているようである。

末における冷戦構造の崩壊後は、こうした推移にも相当な影響を及ぼしそうであり、アジアの政治経済の動向自体がこうした意味における「円の国際化」を左右し、それだけ短期的にも中長期的にも円相場に波及ししやすい時期に入ったものとみておく必要があるだろう。

こうして、円相場は、これまで以上に乱高下するおそれが高まるとともに、「オーバーシュート」の機会も増える懸念が強まっている。筆者は本稿で、1995年における「通貨問題」としての「超円高」は、以上のように捉えておくべき性格のものであることを確認しておきたいのである。

## 2 「通貨問題」の過程——「通貨問題」の重層化

「通貨問題」の過程は、日本の戦後に限っても、さらには変動相場制への移行後に限定しても、巨大な問題を内包しており、こうした小論で扱うものではない。その点は承知しているつもりだが、テーマとの関連でいえば、ここで簡単にでも触れておかないわけにはいかない。以下では、「フロート」後の主要な段階を4期に分けて要約的にとりまとめておこう。四つの時期とはつぎの通りである。「通貨問題」の第1は、1970年代前半のインフレ激化が問題化した時期である。それに対して、通貨当局、とくに日本銀行が物価の安定（＝国内通貨価値の安定）を最優先の目標としたのが1970年代の後半期であった。第2は、1980年代における通貨の対外価値の異常な下落と上昇が問題となった時期である。それに対して通貨当局の対応は困難をきわめたのであった。第3は、1980年代後半期におけるストック価格の急騰、いわゆる「バブル」が問題となった時期である。それに対して、通貨当局の対応は国際的制約のなかで後手に回るばかりであった。そうして「通貨問題」の第4は、1990年代における「超円高」と「円の国際化」が本格化しはじめた時期である。それに対して、逡巡気味であった通貨当局は、ようやく「超円高」の進行のもとで円の国際化を積極化させる姿勢を示しはじめた。まず第

1 期からはじめよう。

(1) 1970年代の「通貨問題」＝物価高騰（国内通貨価値の下落）問題

第1期の「通貨問題」が円切上げ（第1次円高）の問題と関わる物価高騰問題として生じたことに注意する必要がある。この時期の日本の「通貨問題」への対応の拙劣さは、諸方面から指摘されてきた通りである<sup>(14)</sup>。円切上げの阻止にはじまって、円切上げが必至となると切上げ幅の抑制へ、そうして円高不況を防止するための（調整インフレ策ともいわれるほどの）大幅な内需拡大策の採用とインフレ・マインドを煽る「列島改造」ムードの広がりとなり、それらによってインフレ率が高まった。そこに第1次石油危機が追い打ちをかけ、「狂乱物価」といわれる事態が発生した。1973年2月の第2次ドル切下げ（円切上げ）とそれに続く変動為替相場制への移行は、政治的な圧力のもとで、日本銀行による政策を判断ミスを含めて大幅に狂わせ、結果として物価の上昇に対する有効な金融政策の変更は重大な手遅れとなって、マクロ経済の安定に取り返しのできない影響を及ぼしてしまった。しかしながら、石油危機は、石油事情の条件差もあって、日本における事後の素早い対応と欧米における対応の遅れを通じて、日本経済の立ち直りに結びついたのである<sup>(15)</sup>。その基礎となったのが過剰供給力に喘いでいた日本の輸出企業による集中豪雨の輸出であった。その後はカーター政権の機関車論による総需要拡大政策の失敗とアメリカ経済のスタグフレーション化とが新たな円高（第2次）をもたらし、それによって輸入コストの低下が可能となった日本経済は、それまでの引締策の上に追加的な物価安定要因に恵まれることとなった。「通貨問題」の「禍」をどうにか「福」に転換することができたので

(14) R. C. Angel, *Explaining Economic Policy Failure: Japan in the 1969-1971 International Monetary Crisis*, Columbia U. P., 1991. 安藤博・江良真理子訳『円の抗争——「ガイアツ」依存国家の陥穽——』時事通信社, 1993. 参照。

(15) 拙著『アメリカの国際通貨政策』御茶の水書房, 1987. (第6, 7章) 参照。

ある。しかし日本経済のマクロ・バランス面でいえば、アメリカに対する過大な輸出依存の体質を、むしろ強める結果となったことは、その半面にアメリカ側の要因があるにしても、見逃すことのできない問題として留意しておかなければならない。なお日本は、1980年代初頭に外国為替制度を改革し、取引の「原則禁止」から「原則自由」へと改めたことをつけ加えておこう。

## (2) 1980年代の「通貨問題」＝円相場の異常下落・異常上昇（対外通貨価値の大変動）問題

この時期の前半における「通貨問題」は、二つの新事態によってきわめて厄介な状況（＝円相場の異常下落と日米間の貿易不均衡の急拡大）を生み出した。一つは、スタグフレーション問題の克服を目指して1981年はじめに登場したレーガン政権が壮大な政策（＝レーガノミックス）を実施したことであり<sup>(16)</sup>、もう一つは、そのもとで急拡大した日米間の貿易不均衡（アメリカ側の赤字と日本側の黒字）による摩擦の激化が1983年秋以降にアメリカの対日圧力のもとで日本側の金融自由化・国際化をもたらしたことである<sup>(17)</sup>。レーガノミックスの実施過程で明確となったアメリカの高金利・強ドル政策は、過剰な「期待」も含めて日本の機関投資家などによる巨大な対米投資を強め、ドル高・円安の期間を必要以上に長引かせる結果となった。「通貨問題」について重視すべき「ドル問題」と「アメリカの経済問題」は、ここでは必要な限りで関説する程度にとどめ、それ以上は立ち入らない。また「オープン」化も「通貨問題」に関わる重要な契機ではあるが、これも最小限度の言及に止める。いずれも国際的マクロ・バランスを大きく変え、その後の「通貨上」の大不安定問題をもたらす重大要因となったことのみを指摘

(16) レーガノミックスの主要内容は、一般的には、減税、政府支出の削減、規制の緩和、およびマネー・サプライの抑制である。それに軍事費の拡大が加えられるべきであろう。U.S., *Economic Report of the President*, 1982. 参照。

(17) 金融自由化・国際化については、大蔵省、前掲書、参照。

するに止める。

この時期の後半における「通貨問題」の一つは、プラザ合意とルーブル合意およびブラック・マンデーといういずれも政策協調に関わる事態によって、とくに日本において政策上きわめて対応の困難な状況（円相場の異常上昇とストック価格の高騰）をもたらした。ここでは円相場の異常上昇に焦点をあて、ストック価格の高騰は次項で取り上げる。

プラザ合意（1985年9月）は、それまで放置してきたドル高・円安とそれに伴う日米間の巨大な不均衡の是正を主たるねらいとしていた。主要為替市場で大々的な協調介入が行われて、為替相場の修正に関しては相応の成果がみられた。市場の注目点がレーガノミックスに基づくアメリカの改革（具体的にはディスインフレーション下の成長）から現実の巨大な「双子の赤字」（財政赤字と対外経常赤字）へと変化するとともに、今度はドルの歯止めのない下落が問題となりはじめた。とくに日本ではそれが「行き過ぎた」円高（第3次）として大問題となった。1年後（1986年9月）には早くも構造不況下の産業界と「国民」の要求を背景に、宮沢蔵相が訪米してベーカー財務長官に円高・ドル安の防止（プラザ合意とは逆方向）のための協調介入を求めた<sup>(18)</sup>。

「通貨問題」はこのとき以降、バブルのピーク期を除いて多くは「円高」の問題として現われることになった。そうしてこの当時の「通貨問題」に対する日本の政策上の「選択」があまりにも慎重さを欠くものであったことが今日にまで尾を引く後遺症を生み落とした。

日本側の「選択」は、裏付け保証の乏しいアメリカ側におけるいっそうのドル安・円高の防止を目指す協調的市場介入の実施と引き換えに、アメリカ

---

(18) 政策協調といわれる事態であるが、プラザ合意前後についての評価とルーブル合意についての評価とを分けて論じる必要がある。ここでは後者のみを問題として論じたが、前者についても、プラザ合意の成功が高く評価される傾向があるが、必ずしもそれだけで評価するわけにはいかない。第1期レーガン政権における通貨当局者の頑迷のために、政策協調そのものが遅すぎた点を指摘しておく必要がある。

側の対日要求である内需拡大策を受け入れることであった。その一つは、日本銀行に追加の利下げ（公定歩合を3.5％から3％へ）を促すことであり、もう一つは、財政再建路線を一時的に棚上げすることであった。しかし日米2国間の交渉後、間もなく国際的にドル安が懸念される事態となり、それに対処するためのルーブル合意（1987年2月）により、新たな政策協調のもとに「現行水準でのドル相場の安定」を唱わざるをえなくなった<sup>(19)</sup>。このとき日本は改めて事前の2国間交渉に基づいて約束していた、追加の利下げ（公定歩合を3％から2.5％へ）と新年度予算成立後の大幅補正予算（1987年5月、6兆円）の編成へと追い込まれたのであった。このことが、すでに問題化していたストック価格の高騰に火をつけたのである。これから先は次項の論点である。要するに、日本は円高の防止と引き換えに、無理な内需拡大策に踏み込んだのである。しかし円高は、結果としてはほとんど防止らしい防止はできなかったのである。2国間交渉は明らかに失敗であった。

それでは他にありえたかもしれない「選択」はどのようなものであったのか。「通貨問題」としていえば、それは、円高・ドル安に耐えながら、長らくの課題でありながら顧みられることの少なかった、官民双方における「構造転換」への道を模索することであっただろう。折りしも「前川リポート」が提出されたばかりであった（1986年6月）<sup>(20)</sup>。その影響は、しかし日本だけの問題に止まらなかったのではないか。アメリカもまた対日輸入依存を高めていた時期だけに、一段のドル安やありうべき「ドル全面安」に対してもっ

(19) この頃（1986年12月）には、日本経済は円高不況（構造不況）の底入れをして、「円高好況」といわれる初期段階に入ろうとしていたのである。香西泰『円の戦後史』NHK（人間大学、1995. 7-9.）p. 125. 参照。

(20) 正式の名称は、「国際協調のための経済構造調整研究会 報告書」である。その内容通りの政策（「国際的に調和のとれた産業構造への転換」）とは逆に、主要施策は、「リゾート法」などを柱に、構造やシステムの改革に取り組まないまま、「バブル化」への道を突き進んだのである。『エコノミスト』毎日新聞社、1986. 8. 27. 「経済白書総特集」号、pp. 89-92. 参照。

と早期にそれを放置できない立場に立たされたのではないだろうか。アメリカでインフレ懸念の高まりのもとで、金利が早めに引き上げられていたならば、株価の異常な上昇も起こりえなかっただろう。したがって、ブラック・マンデーも（起きてても）軽微に止まったことであろう。こうした政策の「選択」において重要なことは、アメリカ側が基軸通貨ドルに依存して、基本的なファンダメンタルズ問題（財政赤字等）の是正を放置するという、いわゆる「ビナイン・ネグレクト」をとることに対して<sup>(21)</sup>、ある程度の歯止めになるとみられる点である。一段のドル安・円高が懸念されるもとでは、日本側の機関投資家も対米証券投資の継続を躊躇せざるをえなくなる。カーター政権下で例外的にフロート下のドル防衛が実施された時のように、危機的な状況でしかアメリカ側の（円建て債の発行を含む）積極的な調整的対応は期待できないとすれば、基軸通貨国の責任の再認識の意味でも、このときの日本側における「判断ミス」は後に巨大な禍根を残すものとなったといわなければならない。

### (3) 1980年代後半期の「通貨問題」＝資産価格高騰（国内通貨価値の歪み）問題

資産価格の急騰に火がついた後で、それを全面化させる契機となったものが、ルーブル合意後も続くドル相場の不安定性とアメリカ経済のインフレ懸念を背景に発生したブラック・マンデーであった。日本銀行は、早めの政策修正（利上げ）のチャンスを逸して、2年近く後の1989年5月まで公定歩合の引き上げを見送ったのである。

この時期の「通貨問題」として注目すべきことは、円高の「行き過ぎ」を

---

(21) この用語は、1970年代によく使われた。ニクソン政権やカーター政権が国際収支やドルの問題化にもかかわらず、それらの動向を顧みない成長や雇用を優先する政策をとったことを指している。1980年代以降も、政策協調の一時期を除いて、多くみられたものである。基軸通貨ドルとそれ以外の通貨との非対称性に関わる概念である。

阻止するための積極的な財政・金融の刺激による内需拡大策が本腰を据えて強力に実施された点である。伝統的用語法でいえば、国際均衡重視ないし優先の政策が第一義の重要性をもつものとなり、また国内均衡の面では、なるほど成長率と物価上昇率の点では成果を収めて教科書的にみても見事な内外バランスの改善となった。しかしながら、政策協調下の日本型ポリシー・ミックスは、国内ではその副作用として、地価と株価を中心としたストック・インフレを異常な「バブル」にまで加速するという巨大な犠牲を払うこととなった<sup>(22)</sup>。「オープン・フロート・ドル体制」が急速な変容を遂げていく1980年代後半期の状況下において、「通貨問題」もまた相応の変容（複雑化・重層化）を示すことを看過してしまったのである。

こうして、日本の政策上の「選択」は、伝統的な「通貨問題」の観点では、内外のマクロ・バランスをともに改善していて問題がなかったのだが、しかし新たな「通貨問題」の視点では、ストック・バランスを国内でも（所得との乖離＝異常に高過ぎる資産価格）、内外でも（資産収益率の乖離＝異常に低過ぎる国内収益率）、大きく破壊するかたちで問題化したのであった。

#### (4) 1990年代の「通貨問題」＝「資産デフレ」と「超円高」および「円国際化」（「通貨問題」の重層化）問題

1980年代後半期の「通貨問題」は、1990年代に巨大な後遺症を残すこととなった。バブル崩壊とそれに続く不況の長期化は、すぐ上で述べた「通貨問題」の視点からいえば、二つのストック・バランスを過去（1960年代後半と1970年代前半）のような名目所得の増加によってではなく、資産価格の下落（③）によって回復させる過程だといえなくもない。「通貨問題」としては、そこに「超円高」問題（②）と「円国際化」問題（④）が重なったのであ

(22) 拙稿「国際金融・経済の変化とバブル問題——1980年代の日本を中心として——」『岡山大学経済学会雑誌』第25巻第3号，1994．2．参照。



る（○番号は第1節と同じ）。「超円高」の進行は、かねてから問題となっていた内外価格差をいっそう拡大して産業間の軋轢を強め<sup>(23)</sup>、その過程で流通など一部の業種を中心に「価格破壊」という現象を生みはじめている。これが全般的な「デフレ」化を引き起こして、もう一つの「通貨問題」(⑥)となるかどうかは現在のところ定かではない。その点はここでは立ち入らないにしても、上の③と②と④の重層化のなかで起きている最近の「通貨問題」とその影響は、不況問題についてありきたりの議論を許さないものがあるといわなければならない。筆者が前に「国際不調整不況」と呼んだ事態は、ここでは「通貨問題重層化不況」といいかえることができるかもしれない。不況を取り巻く内外の諸問題について、産業論的視点に立つか通貨論的視点に立つかによって問題の構図はおのずから異なるであろう。マクロ・バランス論的視点をも含めて、今日の日本にどのような「選択肢」が考えられるのだろうか。次節の課題ではあるが、少なくとも確かなことは、これまでの政策対応が、こうした「通貨問題」を認識した上で、自らの「通貨政策」を構築するものではなかった、ということである。そのために結果としては、絶えずアドホックな対応に終始し、すべての問題が「超円高」に集約されることになったといっても過言ではないだろう。

### 3 「通貨問題」と日本の政策課題

ここでは、政策課題を考える上での「通貨問題」からはじめて、政策課題に論及することにする。

---

(23) 内外価格差については、白川一郎『内外価格差——もう一つの物価問題——』中公新書、1994。がある。問題の経緯と実態等が興味深く解説されている。

### (1) 「通貨問題」の重層性

「通貨問題」の過程の一瞥から明らかになる1990年代の「通貨問題」は、日本経済にとっていくつかの重要な問題が重層的に現れている、ということである。物価の安定が最重要課題であることは、いつの時代でも変わらない鉄則であるとされてきたが、「通貨問題」としてみると、それと背中合わせの最重要な包括的課題として経済の安定（成長と雇用の維持）もまた指摘できる。しかし通貨の対外価値の大変動（「超円高」）が、一方で物価の安定に「行き過ぎる」ほどの効果をあげながら、他方でストック価格の異常な高騰をもたらすか（1980年代後半期のバブル膨脹）、その反動（バブル崩壊）も含めて景気の回復の大幅な遅れや不況の延引化を招来するか（1990年代前半期の不況長期化）、といった事態を経験してみると、「通貨問題」の重層化による政策課題の多様化とその「管理」の困難化とが通貨当局にとって不可避の難題として降り懸かっていることが明白となる。

こうした日本経済の「袋小路」的状況は、かなりの程度明らかになってきているが、この状況を総合的に把握しようとする議論は意外に少ないのであり、したがって局面を打開する提案は、平岩リポートの域を出ていないものが多いのではないと思われる。1994年2月の「国民福祉税」の提案以降に生じた政治的混迷（「ねじれ現象」）がその責めの過半を負うのかもしれない。しかしながら、「超円高」の進行もそれと密接に関わっていることはいうまでもないのであって、事態の放置は許されないだろう。1980年代後半期の円高・ドル安が「ドル暴落」懸念問題からアメリカ経済のハード・ランディング問題として論じられたのに対して、1990年代半ばの今日では、逆に「バブル崩壊」に続く「超円高」が日本経済のハード・ランディングへの懸念を強めているのである。「通貨問題」として「なにが」変わったのか。「なぜ」こうした逆転が生じたのか。

アメリカの「双子の赤字」と「双子の債務」は、フローではGDP比である程度の改善をみているが、ストックでは同比でなおも悪化の一途をたどっ

ている。そこに注目した国際通貨＝基軸通貨の変容論が盛んになっている<sup>(24)</sup>。しかしそれは、事態の半面をみているに過ぎないのではないか。もう半面は、そうであるがゆえに、アメリカがなりふり構わず通貨・通商の双方で対外（対日）政策（＝外圧）を強めて「超円高」を演出しているということである。アメリカがマクロ・バランスを是正すべきであるという正論も、市場が対米圧力をかける時機にその正当性（ドル安化）の片鱗を示すだけに止まる傾向のなかで、1993年以降では、市場はむしろ「円の独歩高」を生み出して、日本側が「閉鎖性」改革の遅れへの制肘を受けるに至っている構図を捉えておくべきであろう。その背後にどのような通貨政策上の「有為・無為」が働いているのだろうか。その点を明らかにするためにも、1990年代半ばの時点における日本の政策課題を検討しておかなければならない。

## (2) 政策課題について

そこで、いくつか検討すべき重要課題を「通貨問題」との関連で以下に整理しておくことにしよう。

① 市場介入とターゲット・ゾーン制度 「通貨問題」を為替相場問題に限定すれば、第1に為替市場への介入政策が、第2にターゲット・ゾーンの制度化がある。いずれも折りにふれて強調され、為替相場の変動が予想外に過大となって多くの影響を及ぼしがちとなった近年では、後者が元通貨当局者からも提唱されるほどである。しかしながら、どちらもその限界は大きく、有効な「制度」にまで仕上げるためには越えなければならないハードルは高いだろう。

---

(24) これは、国際通貨＝基軸通貨の3極化として論じられていることを指す。近著を示すと、円の国際化で掲げたもののほかに、井上伊知郎『欧州の国際通貨とアジアの国際通貨』日本経済評論社、1994。と勝悦子『円・ドル・マルクの経済学——ブレトンウッズ体制50年の実像——』東洋経済新報社、1994。および寿崎雅夫『円・ドル・マルクの時代——日本経済 ドルからの離脱——』東洋経済新報社、1994。などがある。

前者は、ファンダメンタルズの方向が経常不均衡の改善にむすびつくか、主要相手国であるアメリカが積極的に協調介入に加わるかするのでなければ、日本の通貨当局による単独介入だけとなり、大幅な介入をもってしても巨大資金量の「カジノ」と化した1990年代の為替市場にはさして効果をもたなくなっている<sup>(25)</sup>。そうした状況で当局が徹底した介入で対抗する場合には、フロート下といえども過剰なマネー・サプライの増加とその副作用を覚悟する必要があるだろう。そこでなにが可能な政策手段となるだろうか。注意すべきことは、「通貨問題」の重層性であり、それに対する通常の政策手段は限られている、ということである。

後者の「システム改革」は、主要各国でのファンダメンタルズに関わる政策の問題に外的制約を課す意味をもち、たとえば内外バランスについて、対外赤字国と対外黒字国の双方で目標相場圏を維持するための「政策対応」と対外バランスの回復を目指すものである。しかしEUのような地域でさえその実効性が危ぶまれている1992年以降の状況をみるならば、ターゲット・ゾーン制度優先でファンダメンタルズに制約をかけバランスをとる方式もそれほど容易ではない。まして1980年代以降、内外バランスの悪化が改善よりもむしろ常態化しているアメリカのような国を相手とする場合には、かりにこの制度による制約性が十分な効果をもつほどに強力なものであれば、アメリカはこの制度から離脱することであろう<sup>(26)</sup>。また逆に緩やかな制度の導入となるならば、その規制力は弱く、目標相場圏の絶え間ない変更を余儀なくされ、システム改革の意義は乏しくなるだろう。ブレトン・ウッズ体制の崩

(25) 早期の指摘としては、S. Strange, *Casino Capitalism*, Basil Blackwell, 1986. 小林襄治訳『カジノ資本主義——国際金融恐慌の政治経済学——』岩波書店, 1988. がある。

(26) たとえば、国連の下部機関であるユネスコからの脱退等がある。また日米間の自動車と同部品の摩擦において、WTO への提訴が注目されたが、そこでアメリカ側に不利な裁定が出る恐れが論議されはじめたときに、アメリカ議会で WTO からの脱退論が論議されたことも見逃すわけにはいかない。

壊後も国際通貨システムの改革論は、絶えず提唱されてきたところであるが<sup>(27)</sup>、いずれもこうした基本的問題を乗り越えることのできないことは明らかであった。

これら二つの方法は、それぞれに相応の試みは引き続き行われるべきことではあろうが、そのほかにも検討すべきいくつかの政策手段がある。第1に通貨政策の限界を考慮した「政策」が、第2にマクロ・バランスの改善に関わる政策が、そうして第3に円の国際化に関連した政策がそれである。以下に順を追ってみておこう。

② 「通貨問題」への対処策について 金融取引を中心にボーダーレス化やグローバル化が進行するなかで、「通貨問題」が重層化し複雑化したことを認識した上で、政策上の対応を考える場合、「通貨政策」としてはその対応がますます困難になったことをどのようにみることが問われることになる。市場介入と相互補完的な金利政策を実施しても「超円高」を防止できなかった。国内面では「超低金利」をもってしても不況に対してあまり効果が無く、そのいらだちのもとで追加的利下げが内外から要求される始末である\*。マネー・サプライの伸び悩みに対して日本銀行の政策を批判する議論もあったが、以上の「通貨問題」の重層化を踏まえるならば、そうした議論は「通貨政策」の有効性に対する幻想でもなければ考えられそうにない説のようにみえてくるだろう<sup>(28)</sup>。今日においてこそ「なにを」問うべきかが改めて問わ

---

(27) 「国際通貨システム」のより対称的な方向への改革案は、早くから提唱されてきたが、しかしアメリカの利害（基軸通貨ドルのメリット）とたぶん国際通貨の特性（特定国通貨使用の魅力や便宜性）とのために、1979年の一時期（過剰ドルのIMF代替勘定への移転案）を除き、ほとんど現実化する可能性はきわめて乏しかった。代表的な文献としては、R. Triffin, "Gold and the Dollar Crisis: Yesterday and Tomorrow," *Essays in International Finance* No. 132, Princeton Univ. Dec. 1978. 中西市郎訳「金とドルの危機：回顧と展望」（中西市郎監修・現代国際金融研究会訳『ドル危機と国際通貨制度改革』関西書店、1982。所収）、R. N. Cooper, *The International Monetary System*, The MIT Press, 1987. 武藤恭彦訳『国際通貨システム』HBJ出版局、1988。および宮崎義一『ドルと円——世界経済の新しい構造——』岩波新書、1988。等がある。

れてよい時期ではないか。

マネー・サプライの伸び悩みの背後にある要因をどのように問うべきか。構図の把握によって全体像を探ろうとする筆者の観点からすれば、「金融システム」の不安を伴う不況下でなおも大きな一段階を画することになった（1993年から1995年におよぶ）「超円高」とそれに基づく「不確実性」の増大こそがその根本要因である、ということになる。不況からの脱却のためには、「金融システム」問題の解決は必要条件ではあろうが、十分条件ではない。冷戦構造崩壊後の様変わりした内外環境条件のもとでの厳しい調整過程（とそれに伴う既成制度のもとでの「不確実性」の増大）にあって、思い切ったリストラなど従来にない踏み込んだ「対応」なしには収益の展望が開けず、また自らも新たな収益機会を創出できなくなってしまった「日本型企业」にとって、リスク・テイキングな起業とその資金需要などとても望みえないことこそが根本問題だとみるべきである。そうだとすれば、昨今の「通貨政策」の状況もそれほどのいらだちをもってみるほどのことではないだろう<sup>(29)</sup>。こうした見方が妥当であるかどうかは現時点ではなおも判断を保留すべき余地は残るのかもしれない。しかし「なにが」今日の事態を招いたかを冷静に見極める作業が求められていることだけは明らかであろう。

問題は、現行の「通貨政策」の手段では限界がある、ということである。それでもって通貨当局の政策がすべて免罪となるわけではもちろんないが、この政策の不足を補う手段が求められているのである。改めて問う。「なにが」必要か。「通貨政策」に即していえば非常に困難な課題ではあるが、ここでは円の「独歩高」問題について若干の政策上の対応可能性に限って述べて

(28) 例示すると、近年の日本経済新聞の論調や一部のマネタリストの議論などがある。

(29) 少し前までは、この面での楽観論があふれていたが、最近ではさすがにそうした強気の見解は減ってきたようである。それでも元気のよい書物も刊行されており、筆者としては、それに希望を託したいほどである。たとえば、牧野昇・唐津一『強円高』徳間書店、1995。や飯田経夫・水谷研治『円高歓迎論』PHP 出版、1995。がある。

おきたい。

「通貨問題」の過程（1980年代後半期）でも述べておいたように、1980年代後半期当時では日本側の「選択」次第で、アメリカ側が（ドル防衛に向けて）政策修正を余儀なくされる可能性があった。1990年代においても、対外ファンダメンタルズの悪化に悩むアメリカは、ドルの「全面安」を最も警戒する立場にある。しかし1993年以降では、実効相場ではドルはほとんど下がらず、ドルに対して円相場のみが一方向的に上昇する「円独歩高」の問題が顕著となった。日本の機関投資家による対米証券投資が低迷しても、他の通貨不安国から短期資金がアメリカに流入する状況が続いたのである<sup>(30)</sup>。この状況がいつまで続くか注目された矢先に、1995年8月に突如、大蔵省によって機関投資家に対する対外投資規制が緩和された。同時に日米で為替市場への協調介入が強化された。「ドル全面安」の再発とその悪影響を恐れるアメリカの利害と「超円高」の打撃の広がり懸念する日本の利害とが一致して、日本の対外政策補強とアメリカの協調介入への姿勢転換とが実現した結果、またしてもアメリカの根本的な政策変更への圧力（ピア・プレッシャー＝朋友の圧力）が試される事態は遠のくこととなった<sup>(31)</sup>。日本にとっては、「国際不調整」問題の一方の重大責任国であるアメリカに対して、こうした対応

---

(30) 1995年の「超円高」はその好例といえそうである。1994年末の突発的なメキシコ通貨危機とそのヨーロッパやアジアの弱小国への波及のなかで、アメリカ・ドルの相対的安定性を浮き立たせた。しかしながらそれと同時に、アメリカとドルもまた、そうした過程のなかで以前のような通貨危機防止のための「防波堤」役を単独では果たせなくなったことをも示したのであって、その意味では、国際「通貨問題」としては時代を画する意味をもつものと評価することができるだろう。メキシコ危機については、つぎの文献がある。小泉佳子「メキシコ通貨危機の背景と展望」『東銀週報』1995. 3. 30.

(31) アメリカでは、何度も財政再建の論議が行われ、数々の赤字縮小案が政府や議会から提出されてきた。今年（1995年）もまた同様の推移がみられるが、これまでのところ有効な赤字縮小案が成立するかどうか不明である。民主党と共和党との間の分裂が深まったことと翌年の大統領選挙を控えていることを考慮するならば、抜本的な財政再建策が決定される見込みはまずないとみておくべきであろう。

のみに頼って基本的問題をいつまでも放置しておいてよい理由はないはずである。しかしながら、なぜか（高度に政治的な理由のためなのか）「通貨問題」の重大局面を開閉する可能性につながる手段は、いまだに発動されないままである<sup>(32)</sup>。この問題が軽視されたまま、マクロ・バランス論のみが猛威を振るっているのはまことに奇妙な現象だといわなければならない。

③ マクロ・バランス問題との関連について 以上の議論を踏まえるならば、日本側におけるマクロ・バランスの「斉合化」（経常黒字の国際的許容水準への引下げ）への努力とは別に、アメリカ側における逆の「斉合化」（経常赤字の国際的許容水準への引下げ）への必要な圧力が不可欠であることが分かるだろう。そうしてアメリカの「ビナイン・ネグレクト」をその方向に修正させる決定的な役割を担っている国が日本であることも明らかであろう。しかしそれは、これまで発動されないままに経過して、実情は日本のマクロ・バランス問題ばかりが目立ってしまい、1993年以降に「超円高」というかたちで、その「歪み」の調整圧力に晒されることになった。

しかしながら、もう一つの厄介な難問は、アメリカであれ日本であれ、どちらか一方または双方が「調整」を図ろうとしても、現在では容易ではない、ということである。基本的な問題点は、アメリカでも日本でも伝統的な

---

(32) 近年では、1980年代の教訓を踏まえて、中央銀行の独立性が問題とされることが多くなった。たとえば、C. R. Henning, *Currencies and Politics in the United States, Germany, and Japan*, Institute for International Economics, 1994. がある。それも確かに重要ではあるが、国際面に関わる「通貨問題」については、政治的要素がつきまとうことは現代史の示してきたところであって、それだけではすまないだろう。通貨首脳の出言で起こる通貨不安など、よく指摘される微妙な為替問題を念頭におくだけでも、財政当局（通貨当局のもう一方の主演）における首脳の役割はきわめて重要であることは自明である。その上に大統領や首相の政治的リーダーシップの問題がつけ加わるのである。そうした点については、たとえば、P. Volcker & T. Gyohten, *Changing Fortunes*, Random House, 1992. ポール・ボルカー／行天豊雄共著、江沢雄一監訳『富の興亡——円とドルの歴史——』東洋経済新報社、1992.（とくに第8章）が有益である。



総需要管理政策（とくに金融政策）では、もはや「不斉合化」したマクロ・バランス問題の是正が困難となったことである。それは、よく知られた、アメリカにおける過剰消費体質（貯蓄不足）と財政赤字の再建の遅れであり、また日本における過剰貯蓄・投資体質と過大ともいえる輸出依存体制からの転換の遅れである。こうした構造転換政策の遅れが、双方で国際不均衡を巨大化させる潜在力となり、1992年以降のような景気循環のズレ（アメリカの好況と日本の不況）が生じるときには、不均衡が許容範囲を大きく超えて顕在化してくる原因となったのである。その結果、不均衡を許容水準内に収めようとする政治的圧力が高まるとともに、「円の独歩高」や「超円高」が登場することとなった。

こうして「通貨問題」は、日米双方のマクロ・バランスにおける構造問題を反映するものであり、その是正が遅れる限りは、類似の現象の繰り返し（新たな円高圧力の発生）となる可能性を念頭におくべきであろう。しかし、すぐ上の②で述べたように、それを「通貨問題」への対処策の観点から「ドル安」問題に結びつける方向に転換するべき時期に到達したのではないだろうか。

④ 円の国際化について 最後に、最近再び脚光を浴びるに至った要素をみておく必要がある。貿易における取引（建値）通貨の現状は、ドル建ての輸出入がほぼバランスしているのに対して、円建てが輸出入で大きくバランスを欠いている状況にある。すなわち金額ベース（1994年）でみて、輸出（39.7％）に対して輸入（19.2％）の円建ての割合は半分である<sup>(33)</sup>。いいかえると諸外国において円不足の事態が恒常的に発生しているのである。アジアに対する日本の貿易黒字は、輸入の増加をはるかに上回るスピードで輸出が急増したために、アメリカに対するそれを超えて地域別では最大になった。アジア諸国にとっては、貿易上の円債務に加えて、日本が近年拡大して

---

(33) 国枝康雄，前掲論文，p. 4. 第2表参照。

きた円借款が、「超円高」のもとで巨大な債務負担となっている。アジア諸国による準備資産のドルから円への転換は、そうしたなかでのささやかな対策ともみることができる。もっとも、その行動は新たな追加的円高要因となり、こうしたかたちで円の国際化が進展することは、日本にとってもアジアにとっても、当面はディレンマとなる。

これにどのように対処すべきであろうか。ここでは、一般に強調される東京市場におけるT B市場の育成などの「空洞化」対策とはまた別の手段をあげておこう。一つは、民間部門における「円ビジネス」の育成と発展のための条件整備であり、もう一つは、公的部門における「公的円供給」のための方策の模索である。前者については、モノとカネに関わる諸市場において円建て取引の拡大・多様化が手段をつくしてはかられるべきであり、東京市場の「空洞化」防止策と重なる点が多いと思われる。後者については、たとえばマーシャル援助とまではいわないにしても、円不足を補うためのなんらかの対策が検討されてよい時期に来ているのではないかとみられる。資源・エネルギーや人口・環境などの諸問題が深刻になることが必至とみられる今日<sup>(34)</sup>、日本に課せられた国際的課題は一段と重くなったと考えられるからである。

以上のように、「通貨問題」からみた政策課題は、きわめて多岐にわたっている。重要なことは、複雑化し重層化した「通貨問題」の重要性を認識して、総合的な「通貨政策」をまずビジョンとして描くことであろう。いつまでもアドホックな対応ではすまないことを明確にして、それを国民に対して明示することが緊急の課題であると考ええる。

---

(34) 1994年7月の日米包括経済協議において「環境・技術・人的資源」の分野について「地球の展望にたった協力」を行うことが合意された。高坂正堯・佐古丞・安部文司編『戦後日米関係年表』PHP 研究所、1995. p. 269. & 276. 参照。

#### 4 むすびにかえて——「オープン・フロート・ドル体制」 との関連で

以上のような「通貨問題」を「オープン・フロート・ドル体制」との関連で読み直した場合、どのような論点が浮かび上がるであろうか。

一般的には、とくに理論レベルにおいて「オープン」（資本移動の自由制）と「フィックスド」（固定相場制）のもとでは、一国の金融政策の独立性は維持できないとされてきた。そこで「フロート」が常態化することになった。しかし実際には、1980年代以降の経過のなかで、「オープン・フロート」下においても金融政策の国際的制約性を十分排除することは非常に困難であることが明白となった。「フロート」下でも「国際通貨」のニーズのために、曲がりなりにも「ドル体制」が持続したことにより、国際的相互依存の強まる状況下における「大国」で「基軸通貨国」であるアメリカの政策動向が、マクロ・バランスの変化を通じて、またより直接的には変動する為替相場や金利を通じて、他の諸国に多大の影響を及ぼしてきたのである。もちろんアメリカ自身もまた、その対外依存度の増大によって逆の影響を受け易くなった。しかしながら、既述の通り、ドルの「全面安」の場合を除いて通常は独自の「ビナイン・ネグレクト」的対応をとったのである。そのことが各国の政策面でも国際通貨・金融システム面でも不確実性と不安定性をもたらす重大要因となった。これまで論述してきた日本の「通貨問題」もまたそれに関わって相次ぐ変容と重層化を繰り返してきたのであった。「なにが」問題なのか。

「オープン・フロート・ドル体制」下における日本の「通貨問題」として考察すると、それは明らかに「ドル体制」と日本との関係、あるいは「ドル体制」と日本の政策対応との関係ということになる。1990年代半ばの今日、日本は従来通りの「選択」をとり続けていてよいのかどうかが問われるのである。「ドル体制」への依存の継続は、「不確実性」をいっそう高めるばかりであろう。それに伴う日本のコストはベネフィットを上回り続けることであ

ろう。それでは「ドル体制」への依存から簡単に脱却できるのだろうか。そこには、戦後50年問題やアジア情勢問題に関わるもう一つの「不確実性」の問題が待ち構えている。「過去のツケ」が重くのしかかり続けそうである。それではどのような「選択」が残るだろうか。上述のなかで提起しておいた問題点（ピア・プレッシャーの弱さ）について、着実に解決していく道しかないのかもしれない。その場合でも、これまでの「通貨問題」の教訓を踏まえた上で、日本の広義における「通貨政策」（とくに対外面）をしっかりと構築していくのであれば、今後もいぜんとして従来と類似のアドホック的対応を余儀なくされ、その結果として日本経済の不安定化を免れえないものと思われる。

＊（21ページ本文の補注） 本稿脱稿後、1995年9月8日に公定歩合はさらに0.5%引き下げられ、0.5%という超低水準になった。また9月20日には14兆22百億円の新経済対策が第2次補正予算案として公表された。